

Bogdan Glăvan

# Împotriva curentului

*Însemnări asupra crizei  
financiare actuale*

Universul Juridic  
București  
-2009-

Editat de **S.C. Universul Juridic S.R.L.**

Copyright © 2009, **S.C. Universul Juridic S.R.L.**

Toate drepturile asupra prezentei ediții aparțin

**S.C. Universul Juridic S.R.L.**

Nicio parte din acest volum nu poate fi copiată fără acordul scris al **S.C. Universul Juridic S.R.L.**

**NICIUN EXEMPLAR DIN PREZENTUL TIRAJ NU  
VA FI COMERCIALIZAT DECÂT ÎNSOȚIT DE  
SEMNĂTURA AUTORULUI ȘI ȘTAMPILA EDITORULUI,  
APPLICATE PE INTERIORUL ULTIMEI COPERTE.**

**Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României  
GLĂVAN, BOGDAN**

**Împotriva curentului : însemnări asupra crizei  
financiare actuale / Bogdan Glăvan. - București :**  
Universul Juridic, 2009

ISBN 978-973-127-234-4

336.22(100)

**REDACȚIE:** tel./fax: **021.314.93.13**  
tel.: **0732.320.665**  
e-mail: **redactie@universuljuridic.ro**

**DEPARTAMENTUL** telefon: **021.314.93.15; 733.673.555**  
**DISTRIBUȚIE:** tel./fax: **021.314.93.16**  
e-mail: **distributie@universuljuridic.ro**

**[www.universuljuridic.ro](http://www.universuljuridic.ro)**

**COMENZI ON-LINE,  
CU REDUCERI DE PÂNĂ LA 15%**

## Introducere

Criza economică începută în 2007 și cu termen de finalizare incert reprezintă un subiect preocupant pentru multă lume. Este probabil cea mai gravă criză din ultimii 80 de ani. Este de asemenea, ocazia pentru economiști de a da cărțile pe față și de a pactiza deschis cu una din cele două tabere doctrinare principale: curentul *mainstream* care se declară în favoarea creșterii rolului statului în economie, respectiv grupul celor care cred în virtuțile sistemului economic de piață.

Avem o explicație oficială a crizei, furnizată de instituțiile publice, potrivit căreia problema își are originea în comportamentul nepotrivit al agenților economici (cuvinte cheie: egoism, lăcomie, speculație ș.a.) și în imposibilitatea pieței de a funcționa lin, asigurând alocarea corespunzătoare a resurselor (cuvinte cheie: asimetrie informațională, capcana lichidității, deflație ș.a.). Această versiune a crizei nu duce lipsă de susținători.

Pe de altă parte, există argumente care susțin că tocmai intervenția statului a sădit semințele turbulențelor financiare pe care le traversăm în prezent. Potrivit celor care le susțin, rețeta prescrisă de autorități nu poate duce la atenuarea dificultăților economice ci, din contră, la agravarea lor.

În această lucrare încerc să sprijin ce-a de-a doua tabără intelectuală. Argumentele intervenționiștilor nu m-au convins; ele sunt atât de nerealiste și inconsistente încât cred că merită criticate cu tărie. Fac acest demers cu și mai multă convingere dat fiind că în România nu există practic o luptă de idei pe marginea identificării cauzelor crizei și soluțiilor potrivite pentru aceasta. Miza este mare: se joacă atât bunăstarea societății, cât și viitorul economiei ca știință. Niciun economist serios nu poate privi de pe margine.

## Dacă doriți să revedeți... selecțiuni din evoluția crizei

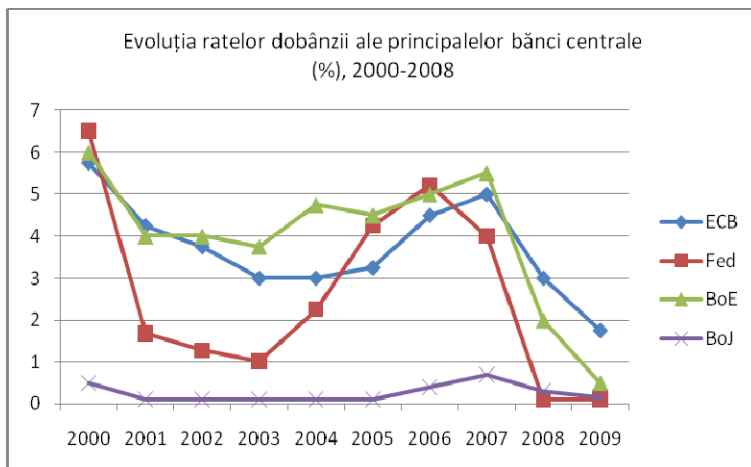
**F**actorul determinant fundamental al crizei este politica inflaționistă de la începutul anilor 2000. Când boom-ul dot.com a dat în clocot stârnind panica pe piețe, iar sentimentul de nesiguranță al actorilor economici a atins apogeul cu atacurile teroriste de la 11 septembrie 2001, autoritățile monetare americane au crezut că se află în fața unei recesiuni de anvergură. Sfătuit de Ben Bernanke (actualul guvernator al Fed, pe atunci simplu membru al consiliului guvernatorilor), Alan Greenspan a decis să reducă rata dobânzii prin emisiunea de bani. Am asistat astfel la o „relaxare monetară” extrem de serioasă, indiferent de standardul la care ne raportăm: rata dobânzii a scăzut de la 6,25% la începutul anului, la 1,75% la sfârșitul acestuia. Ea a continuat să scadă, atingând un nivel record de 1% în 2003, nivel la care a rămas timp de un an.

Măcar dacă ar fi fost „reală”! Desigur, însă, vorbim de rata nominală a dobânzii. În contextul creșterii prețurilor, rata reală a fost chiar negativă, timp de 2 ani și jumătate – ceea ce înseamnă că băncile au fost plătite ca să ia bani de la Fed, bani pe care i-au canalizat în economie ținând cont de celelalte stimulente și constrângeri politice care le influențează deciziile. Și așa ajungem la expansiunea creditului ipotecar.

Dar SUA nu a mers singură în acest război contra stabilității economice. Până în 2006 rata reală a dobânzii în zona euro și în Japonia s-a situat, de asemenea, la un nivel apropiat de zero. În figura de mai jos se poate vedea cum principalele bănci centrale din lume (SUA – Fed, Marea Britanie – BoE, Japonia – BoJ, Banca Centrală europeană – ECB) au „dansat” în tandem, „acomodând” politica inflaționistă americană. Aici se impune o observație. Graficul este atât de grăitor încât demonstrează lipsa de realism a acelor economiști care, ex post, au cerut principalelor state să își coordoneze mai bine politicile, ca și cum lipsa coordonării ne-ar fi

împins la criză! În realitate lucrurile stau exact pe dos. Tocmai coordonarea (în sensul generalizării inflației) este cea care a determinat extinderea dezechilibrului economic la scară planetară. Astfel, s-a dovedit încă o dată ce înțeleg guvernele prin coordonare: orchestrarea inflației în mod concertat<sup>1</sup>.

### Evoluția ratelor dobânzii, 2000-2008



Sursa: Polleit (2009); Thomson Financial

Cu banii ieftini obținuți din contractarea de împrumuturi, actorii economici s-au lansat în afaceri care sunt în realitate nesustenabile. Când rata dobânzii scade de la 6% la 1%, o serie întreagă de afaceri care nu erau rentabile în condițiile vechii rate a dobânzii, au devenit tentante. Însă totul a fost o iluzie. Scăderea dobânzii nu s-a datorat modificării preferințelor în cadrul societății, adică unui volum mai mare de resurse economisite, ci expansiunii creditului.

Emisiunea de bani maschează prăpastia dintre economisiri și investiții. Aparent, întreprinzătorii dispun de mai multe resurse.

<sup>1</sup> Vezi Mises (1998).

Însă aceste resurse sunt doar „nominale”, „pe hârtie”. Finanțarea în sine primită de la bănci nu înseamnă nimic. Banii trebuie schimbați în resurse reale pentru a fi efectuate activitățile planificate. Când acest lucru se întâmplă prețurile cresc, deoarece pe piață se ciocnesc o cantitate mai mare de bani cu aceeași cantitate (limitată) de resurse fizice; o cerere mai mare cu aceeași ofertă.

Acest proces nu se epuizează într-o secundă, ci pe măsură ce banca centrală pompează bani în economie. Manualul de economie ne spune că durata de ajustare a prețurilor în urma unui șoc monetar se poate întinde de la câteva luni la câțiva ani. Ea depinde și de anticipările indivizilor. Între timp, ceva important se produce. Până când oamenii își ajustează anticipările și prețurile, are loc o redistribuire de avere, în favoarea celor care pun primii mâna pe banii creați de sistemul bancar și se grăbesc să îi transforme în bunuri. De aceea inflația este considerată o formă de impozitare „ascunsă”. Ea nu poate duce la creșterea averii tuturor, ci îi îmbogățește pe unii pe spinarea altora. Primii sunt cuprinși de euforie; ceilalți încasează pierderile fără să simtă.

Ca orice beție, inflația se termină la un moment dat. Când mărfurile se scumpesc, iar rata dobânzii crește (altminteri nimeni nu mai păstrează bani în bănci) se trage linie și se află cine este cu adevărat câștigător și cine pierzător.

În această criză, deznodământul a fost creionat de Alan Greenspan care, îngrijorat de efectele inflaționiste din ce în ce mai evidente ale politicii sale a recurs la creșterea ratei dobânzii din 2005. A fost ca și cum barmanul ia paharul de la gură clienților în momentul în care a ajuns la concluzia că aceștia s-au încălzit prea tare. Pericolul „supraîncălzirii” economiei a determinat autoritățile să pună capăt avântului artificial. Sfârșitul era inevitabil, însă toată lumea a crezut că dacă Fed apasă pe frână mai devreme, pagubele vor fi minimizate. Nimeni nu a știut însă cât de mari sunt acestea în realitate. Ce am început să aflăm din 2007 încoace este șocant.

Politica banilor ieftini nu ne spune însă decât o parte a poveștii crizei financiare actuale. Alte câteva elemente au contribuit la trasarea detaliilor acesteia.

## Până și statisticienii puteau prezice criza

**I**nflația este un fenomen monetar. Dacă statul emite bani, atunci prețurile cresc – puterea de cumpărare a unității monetare scade. Însă creșterea masei monetare nu duce la scumpirea proporțională a tuturor bunurilor, ci afectează diferențiat prețurile activelor și prețurile de consum. Într-o economie complexă, cu o structură a producției dezvoltată, emisiunea de bani își exercită efectele asupra prețurilor bunurilor de consum cu o oarecare întârziere, mai ales dacă ea se efectuează prin expansiunea creditului.

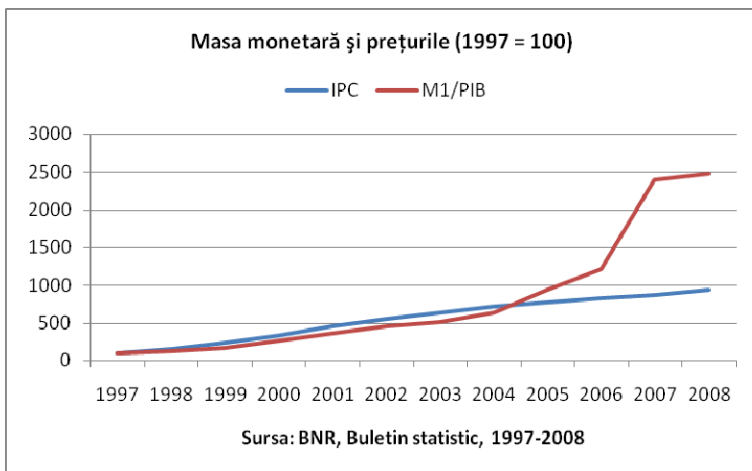
Faptul că, până la urmă, producția de bani nu face decât să umfle prețurile, fără să contribuie la creșterea economică și la bunăstarea societății, poate fi ilustrat foarte bine cu ajutorul a două curbe – prima arătând evoluția masei monetare raportată la producție (PIB real), cealaltă evoluția prețurilor (am ales un indicator cunoscut, IPC). Așa cum spune teoria, cele două curbe trebuie să se suprapună pe termen lung. Pe termen scurt, mai ales când emisiunea monetară se realizează prin ieftinirea creditului, iar anticipările indivizilor nu țin pasul cu realitatea, între cele două curbe apare un decalaj – diferență ce atestă boom-ul economic, expansiunea nesustenabilă a anumitor sectoare confundată atât de ușor cu creșterea economică veritabilă.

Deci, este simplu. Orice statistician poate prezice criza, prin simpla observare a evoluției divergente a masei monetare și a prețurilor.

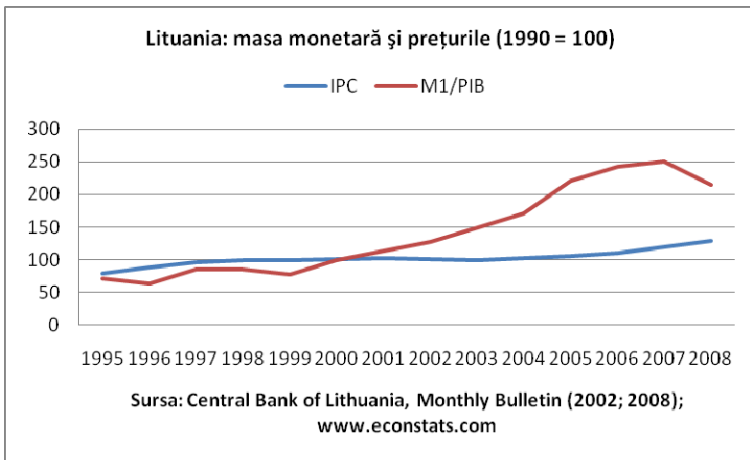
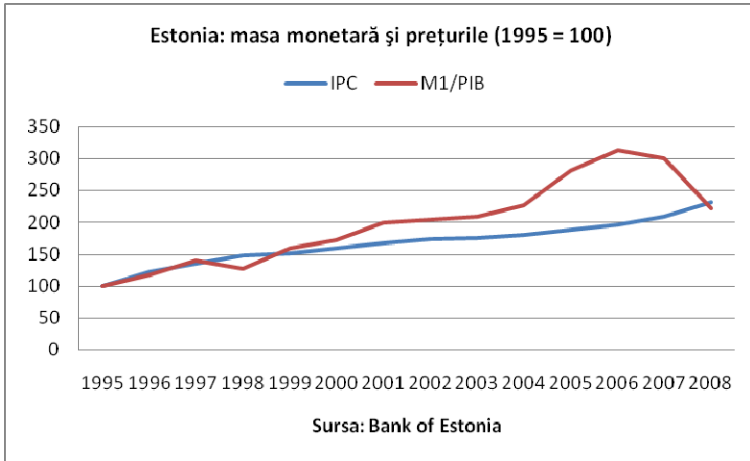
Analiza statistică efectuată conform precizărilor de mai sus confirmă ceea ce, după criză, mulți economiști au recunoscut: că declinul este urmarea firească a unei politici monetare prea „relaxate”, purtate la nivel global de câțiva ani buni de zile.

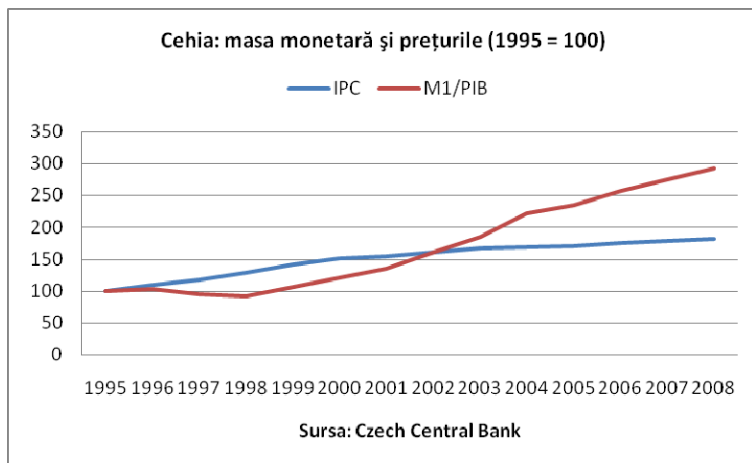
Mai jos, avem autopsia statistică a României. Se vede cum din 1997 până în 2004 prețurile de consum urmează cu fidelitate direcția prescrisă de expansiunea ofertei de bani. Din 2004 însă, pe

fondul ieftinirii creditului, masa monetară crește amețitor fără ca acest lucru să se reflecte în evoluția prețurilor de consum. Presiunea crescândă exercitată de expansiunea creditului și-a găsit, temporar, o supapă în deficitul de cont curent și în frenezia speculațiilor imobiliare. Evident, această situație nu putea continua la infinit.



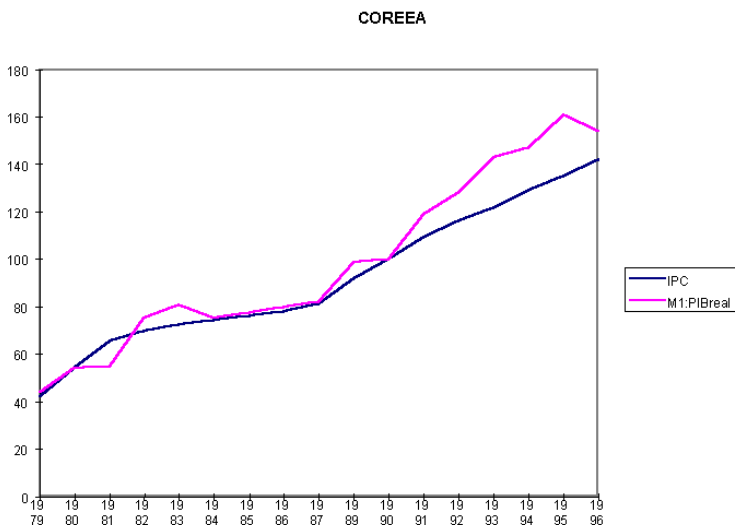
Spre comparație, să privim cum au stat lucrurile în câteva țări din apropiere: Estonia, Lituania și Cehia. Deloc întâmplător, rezultatele analizei confirmă învățămintele teoriei. Cum în țările baltice criza s-a declanșat mai devreme decât în restul Europei de Est, putem vedea și deznodământul boom-ului: eliminarea presiunii din sistem s-a realizat prin deflația creditului, după un timp dureros, dar sănătos, pe care omenirea l-a mai experimentat în timpul Marii Depresiuni.





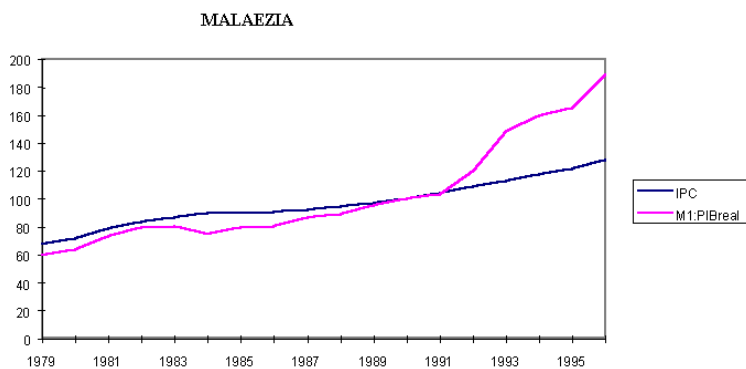
Stupoarea cu care a fost receptată izbucnirea crizei actuale devine și mai puțin de înțeles dacă avem în vedere crizele din trecutul mai mult sau mai puțin recent. În 1997 am avut Criza din Asia. Acest eveniment a fost considerat la vremea lui drept cel mai important de acest gen de la Marea Depresiune încoace, verdict infirmat în zilele noastre, ceea ce demonstrează cu vârf și îndesat că nu învățăm aproape nimic din istorie. La doi ani de la colapsul financiar înregistrat în Asia de Sud-Est, am efectuat același tip de analiză statistică pe cazul a două țări din zonă, Malaezia și Coreea, dar la o scară temporală mai mare, de aproape două decenii.

Se poate vedea cum, după 1990 (anul de referință pentru construcția celor două curbe), cantitatea de bani crește abrupt, cu un ritm impresionant (mai ales în Malaezia) în vreme ce prețurile nu se grăbesc să reacționeze. Astfel că la sfârșitul anului 1995 asistăm la un decalaj uimitor între masa de bani ce a fost injectată în economie și slabul impact asupra prețurilor de consum.



Desigur, pentru oricine ar fi analizat aceste grafice ar fi fost evident că era doar o chestiune de timp până când presiunea inflaționistă nu va mai fi controlată prin supapa deficitului extern și va răbufni prin ajustarea prețurilor.

Privind retrospectiv, criza actuală nu ar trebui să mire pe nimeni. Orice economist poate anticipa criza ce va urma, cu condiția să înțeleagă principiul de fier al teoriei monetare, acela că producția de bani și expansiunea creditului nu pot duce niciodată la prosperitate, ci generează mișcări de avânt (boom) și prăbușire (bust). Nu emit pretenția că putem prezice ce se va întâmpla mâine, bineînțeles, însă acest lucru nu diluează cu nimic importanța tezei că recesiunea este deznodământul inevitabil al avântului economic nesustenabil, hrănit prin dobânzi artificiale și profituri iluzorii, nu cu resurse reale.



## Ferește-te de guvern și când îți face daruri

An de an, în pragul sărbătorilor de iarnă copiii așteaptă cu nerăbdare să vadă ce cadouri le-a pregătit Moș Crăciun. Adulții, un pic mai realiști, așteaptă la rândul lor în fiecare an „să mai pice ceva” de la Moș Guvern<sup>1</sup>. Bunăoară, câți dintre ei nu și-ar dori oare o casă nouă?

În SUA, această dorință are o semnificație specială. Americanii, a căror mobilitate pe piața muncii este recunoscută, nu sunt interesați de deținerea unei locuințe în aceeași măsură în care sunt românii, de exemplu. Dacă ești dispus să îți schimbi des locul de muncă profitând de apariția unor noi și noi oportunități de angajare, ceea ce presupune în general deplasarea în spațiul geografic, atunci nu ești deosebit de interesat de cumpărarea unei case. Mai degrabă, urmărești închirierea uneia pe (cel mult) durata contractului de muncă pe care l-ai semnat.

Ca peste tot însă, guvernul are idei puține și fixe în legătură cu darurile pe care să le ofere alegătorilor, iar între acestea, angajamentul de a-i facilita cumpărarea unei case intră în categoria *oldies but goldies* a promisiunilor populiste. Peste ocean, povestea implicării statului în îmbunătățirea situației locative a națiunii a început în 1934, cu înființarea Federal Housing Administration (FHA). Această instituție avea misiunea de a garanta împrumuturile ipotecare și de a încuraja astfel băncile să crediteze cumpărarea de locuințe. De la bun început, standardele prevăzute pentru eliminarea cazurilor de neplată au fost firave, dar ele s-au subțiat și mai mult pe parcurs. Inițial, FHA a cerut solicitantului de credit să ofere un avans de minim 20% din valoarea ipotecii – avans considerat relativ redus de băncile vremii. Treptat, această cerință s-a diluat într-atât încât, în 2004, FHA cerea debitorilor să vină cu

---

<sup>1</sup> Vezi Schoolland (2001).

un avans de doar 3%, iar în Congres se pregătea modificarea legislației pentru a scădea acest nivel la 0%!

La puțin timp după înființarea FHA, în 1938, în cadrul programului New Deal lansat de președintele Roosevelt, a fost creată Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), cu scopul de a cumpăra ipotecile garantate de FHA. Fannie Mae a acționat astfel ca un braț prin care guvernul refinanțează băncile obișnuite, oferindu-le acestora posibilitatea de a extinde și mai mult creditarea.

În 1968 guvernul a despărțit formal activitatea Fannie Mae de bugetul de stat, măsură prin care a reușit să „reducă” semnificativ datoria publică (deoarece datoria acumulată de Fannie Mae nu mai era, chipurile, a statului). În esență, măsura guvernului nu a fost diferită de practicile atât de blamate la care au recurs firme private precum Enron în anii 1990 și băncile de investiții în anii 2000. Aceste companii au înființat instituții speciale (SIV – *special investment vehicles*) cu unicul scop de a-și mări capacitatea de îndatorare fără ca acest *leveraging* să se reflecte în situația contabilă a firmei-mamă.

Fannie Mae a fost privatizată, dar activitatea sa a rămas strict reglementată, mai ales în ceea ce privește obligația de a asigura creditarea segmentelor sărace ale societății. O parte din activitatea de creditare ipotecară a fost preluată de nou-înființata Government National Mortgage Association (Ginnie Mae). Spre dezamăgirea celor cărora le place să asocieze expresia „active toxice” cu funcționarea pieței libere, să precizăm că Ginnie Mae a dezvoltat conceptul de obligațiune acoperită cu ipoteci – *mortgage-based security* (MBS), prin intermediul căruia guvernul a externalizat o parte a datoriei publice, transferând-o investitorilor privați.

În 1970 a fost creată Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac) pentru a titriza creditele ipotecare convenționale. În timp, activitățile celor două instituții, Fannie Mae și Freddie Mac, s-au dezvoltat după un tipar similar, ambele atrăgând resurse de pe piața de capital și folosindu-le pentru a prelua de la bănci creditele ipotecare.

Din 1992 Congresul și guvernul au obligat Fannie Mae și Freddie Mac să cumpere tot mai multe ipoteci, orientându-se cu precădere spre clasa oamenilor cu venituri scăzute. Ponderea ipotecilor asociate creditelor pentru persoane cu venituri reduse a

crescut în portofoliul celor două instituții guvernamentale de la 42% în 1996 la 52% în 2005.

Pentru a-și finanța creșterea portofoliului, Fannie Mae și Freddie Mac s-au împrumutat pe piața de capital. Practic, au recurs la revânzarea activelor din portofoliu sub forma obligațiunilor garantate cu ipoteci – instrumente financiare care s-au bucurat de un deosebit succes deoarece au oferit participanților la piață ocazia de a investi în titluri cu risc scăzut. În cursul procesului de titrizare, statul a oferit indirect o sinecură agențiilor de rating<sup>1</sup>, chemate să noteze emisiunile de obligațiuni. De remarcat că cele trei agenții de rating cunoscute – Standard & Poor's, Moody's și Fitch – sunt principalele organisme de acest gen acreditate de guvernul SUA, iar mari investitori instituționali precum firmele de asigurări și fondurile de pe piața monetară nu pot investi decât în active certificate de agențiile de rating!

Nu este de mirare că agențiile de rating au oferit nota maximă titlurilor financiare emise de instituții care acționează conform obligațiilor la care sunt supuse prin legislația care le reglementează activitatea. La fel cum băncile se bucură atunci când statul se împrumută de la ele, deoarece economisesc din cheltuielile cu căutarea și selectarea proiectelor de investiții private care ar fi putut fi finanțate altminteri, la fel agențiile de rating (care în mod normal trebuie să aștepte solicitarea clienților privați de a le fi evaluat riscul) se bucură atunci când instituțiile publice ajung în postura de debitori, deoarece comisiunile care vin de aici le rotunjesc serios buzunarele. Pentru orice furnizor de produse și servicii din lumea aceasta, statul reprezintă poate cel mai prețios client posibil, pentru că este o vacă bună de muls.

Doar câinii turbați mușcă mâna care îi hrănește. Agențiile de rating nu s-au hazardat să facă publice rezultatele analizelor care arătau riscul ridicat asociat MBS-urilor (risc derivat din probabilitatea mare de neplată a ipotecii de către indivizii cu venituri insuficiente care au obținut creditul inițial), deoarece o astfel de acțiune le-ar fi periclitat cea mai groasă sursă de profit. La urma-urmei, pe o piață relativ lipsită de concurență așa cum este piața evaluatorilor de risc, nu firma care comite erori este eliminată din joc, ci firma care pierde încrederea statului.

---

<sup>1</sup> Vezi Liebowitz (2008), p. 12.

„Piața” MBS-urilor – de fapt sistemul prin care diverse instituții controlate de stat centrau pentru ca tot ele să dea cu capul a căpătat în timp o dezvoltare extraordinară. În anii 2003 și 2004, în timp ce erau investigate de legislativ pentru comiterea unor fraude contabile, Fannie Mae și Freddie Mac și-au cumpărat onoarea prin promisiunea de a acorda mai multe fonduri pentru finanțarea achiziției de case de către persoanele sărace<sup>1</sup>. În acest mod cele două instituții au devenit cei mai importanți cumpărători de credite ipotecare *subprime* (credite acordate unor debitori care nu îndeplinesc cerințele standard pentru a le fi acceptată solicitarea de finanțare), cu o expunere totală de 1 trilion dolari, contribuind decisiv la creșterea și căderea balonului speculativ.

---

<sup>1</sup> Merită să cităm aprecierile elogioase ale lui Barney Frank, președintele Financial Services Committee din Camera Reprezentanților: “Fannie Mae și Freddie Mac au jucat un rol deosebit de util în facilitarea cumpărării de locuințe... Ele au această misiune, pe care Congresul le-a acordat-o în schimbul unui aranjament care le conferă anumite avantaje... Sunt de părere că atât noi cât și guvernul federal am făcut probabil prea puțin pentru a le determina să îndeplinească obiectivele stabilite legate de facilitarea cumpărării de locuințe... În opinia mea, cu cât sunt mai mulți cei care exagerează problema riscului și a stabilității financiare, cu atât sunt mai mulți cei care avertizează asupra pericolului ca Trezoreria să întâmpine serioase pierderi financiare, pierderi pe care nu le întrezăresc... Cu cât se pune mai multă presiune aici, cu atât cred că ne îndepărtăm de obiectivul facilitării cumpărării de locuințe” (sublinierile îmi aparțin). *The Treasury Department's Views on the Regulation of Government Sponsored Enterprises: Hearing Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 108th Congress, 1st Session (September 10, 2003)*, [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=108\\_house\\_hearings&docid=f:92231.wais](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=108_house_hearings&docid=f:92231.wais).

## „Prima casă” încalcă logica economică

Inițiativa Guvernului României de a garanta creditele contractate de potențialii cumpărători de case a fost criticată din multe puncte de vedere. Și pe bună dreptate. Însă nimeni nu a observat că această măsură (ca multe alte politici guvernamentale – vezi, de exemplu, legislația salariului minim) va produce efecte contrare intenției celor care o promovează.

Consecința principală a măsurii va fi aceea că, stimulând cererea pentru locuințe, va imprima o tendință de creștere a prețurilor – sau de încetinire a scăderii lor – depinde cum privim lucrurile. Altfel spus, în urma garantării de către guvern a creditelor imobiliare, prețurile acestor active vor fi mai mari *decât ar fi fost în absența acestei măsuri* (sper să mă înțelegeți că aici nu este vorba de o constatare empirică, ci de una logică).

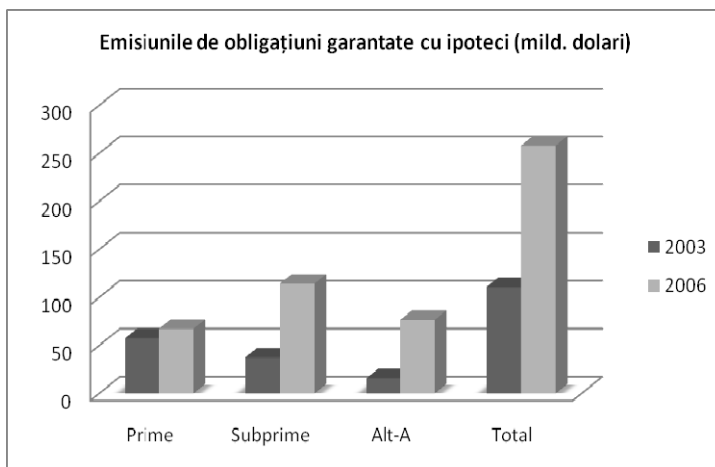
Prin urmare, „Prima casă” nu are cum să fie benefică pentru doritorii de locuințe. Interesul potențialilor cumpărători este cel mai bine slujit de scăderea prețurilor. Prin așa-zise măsuri de „stimulare a cererii”, scăderea prețurilor este împiedicată. Este un non-sens să afirmi, atunci, că îți pasă de situația locativă a populației.

Realitatea este că marele beneficiar al acestei măsuri este industria imobiliară, cea care își face probabil cruce așteptând ca băncile să pună în practică „indicațiile prețioase” emise de guvern. La fel cum marele beneficiar al Programului „Rabla” este industria auto. Industriașii își trag astfel profiturile nu servind consumatorii, ci pe spinarea acestora.

Așa ne trebuie.

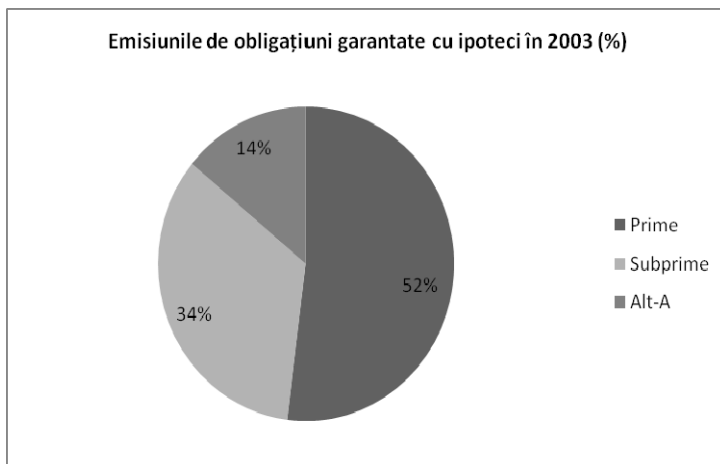
## Guvernul a mizat, dați drumul la ruletă!

Sistemul creat pe baza celor două instituții sponsorizate de stat a luat și mai mare amploare după ce băncile au început să pună în practică metoda patentată de guvern și s-au lansat pe piața emisiunilor de MBS-uri<sup>1</sup>. În 2003, emisiunile organizate de Fannie Mae și Freddie Mac reprezentau 76% din piață; ponderea lor a scăzut la 43% în 2006, restul de 57% aparținând sectorului privat. Printre emitenții de MBS s-au numărat marile bănci de investiții și instituțiile financiare care s-au axat pe creditarea clienților cu standard îndoielnic – Indymac, WAMU și Countrywide.

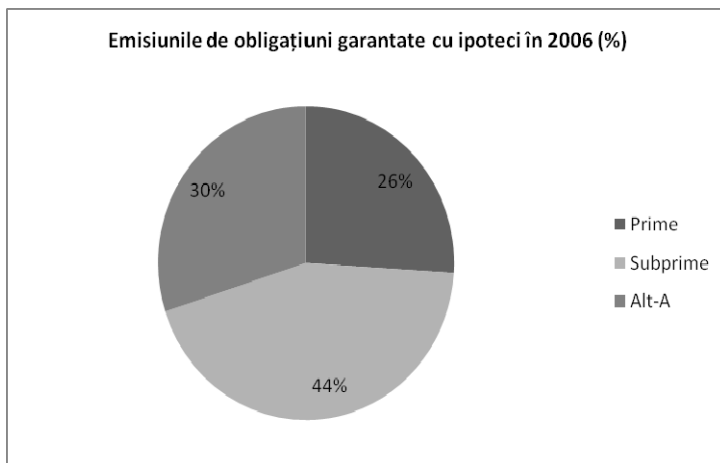


<sup>1</sup> În cele ce urmează, mă bazez în bună măsură pe excelența analiză tehnică a lui Dodd (2007). De asemenea, Kodres (2008); Dodd and Mills (2008).

Finanțarea creditorilor subprime prin emisiunea de obligațiuni acoperite cu ipoteci pe piața secundară ridică însă problema găsirii unor cumpărători interesați. Talentul antreprenorial a reușit însă să surmonteze această problemă prin colateralizare. Introducerea *collateralized debt obligation* (CDO) – un instrument derivat de credit – decantează riscul aferent unei colecții de ipoteci prin instituirea unor tranșe separate de venit.



De exemplu, CDO-urile pot prezenta trei tranșe: prima tranșă (numită *senior*) acordă posesorului primul drept de a încasa venitul aferent ipotecii, motiv pentru care este considerată ca purtând un risc redus de neplată (AAA); a doua tranșă (*mezzanine*) acordă posesorului dreptul de a beneficia de venitul aferent obligațiunii numai după plata tranșei superioare; a treia tranșă (*equity*) aduce venit numai în măsura în care primele două tranșe sunt plătite. Deoarece asumarea riscului trebuie răsplătită, cele trei tranșe aduc (teoretic) un venit din ce în ce mai mare, pe măsură ce riscul aferent acestora crește. Fiecare din cele trei segmente este comercializat separat pe piața secundară, de tranșa inferioară fiind interesate mai ales fondurile de investiții care acceptă să își asume riscul aferent.



Politica monetară laxă și efectele ei – o rată a dobânzii artificial scăzută și excesul de lichiditate din piață – au dus la creșterea cererii pentru produse derivate. Acest fenomen a fost amplificat de garanțiile explicite sau implicite din partea statului de care s-au bucurat marii jucători de pe piața de capital: pe de o parte, titlurile emise de Fannie Mae și Freddie Mac beneficiau de garanția explicită a guvernului împotriva riscului de neplată; pe de altă parte, investitorii importanți beneficiau de prezumpția că sunt prea mari pentru a da faliment (*too big to fail*). Treptat, distincția dintre emitenții și cumpărătorii de obligațiuni și titluri derivate s-a șters: aceeași instituție apare atât în postura de cumpărător, cât și în cea de vânzător (refinanțându-se) prin departamente distincte din interiorul său.